

赣粤高速(600269)

扩建短期影响偏负面，下调评级至“观望”

研究员：余建军

执业证书编号：S0570510120036

电话：025-83290947

E-mail: xuzhanjie@yahoo.cn

地址：南京市中山东路 90 号

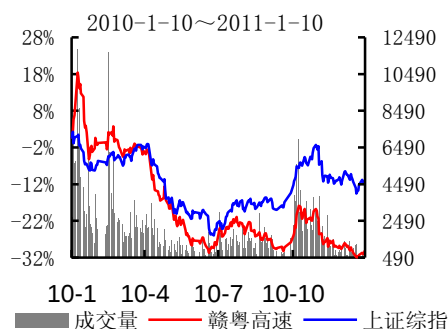
投资评级：观望(调低)

路桥 II

当前价格(元)：5.67

目标价格(元)：5.70

股价走势图



相关研究

1 《赣粤高速(600269):主营业务成本高于预期》2010.10

投资要点:

- **昌樟扩建短期负面，长期中性：**公司今日公告董事会通过关于投资昌樟高速扩建工程项目的议案，工程估算总金额为 58.26 亿元，单公里造价 6583.17 万元，计划今年 8 月动工，2014 年 1 月建成。我们认为公司将现金再投资于昌樟扩建能够保持公司路产的高垄断性，属于较好选择，但 6583.17 万元的单公里造价稍高出行业平均水平，项目的内部收益率很难超过 10%，我们认为长期影响中性。而短期该项目将提升公司负债水平，并意味着公司 2011-2014 年几乎每年都要面临业绩的负面冲击，短期影响偏负面。
- **彭湖和奉铜高速通车将拖累 2011 年业绩：**彭湖高速一期路段已于 2010 年 9 月中旬通车，目前处于断头路状态，我们认为该路段 2011 年的通行费收入将远低于增加的折旧成本和财务费用，我们测算彭湖高速对公司 2011 年业绩的负面影响在 0.03 元左右，而奉铜高速对 2012 年业绩负面影响在 0.08 元左右。
- **2011 年存在提价可能：**江西省目前的费率基准 0.4 元/公里低于周边省份 10% 以上，作为南北交通通道型省份，江西省存在提价动机，若提价 10%，则给公司带来的额外盈利增长约 20% 左右。然而，提价本身又受政治因素影响，我们认为行业普遍提价的前提是通货膨胀缓和，由于存在高不确定性，我们在盈利预测中暂不考虑提价影响。
- **核电项目风险与收益并存：**公司两个核电项目中最有可能先上马的彭泽帽子山核电项目属于第三代 AP1000 核电站，需等浙江三门核电站 2012 年竣工试运行结束后才有可能获批开建。公司核电项目属于内陆核电，而我们最新了解到我国十二五规划关于核电发展的思路为：积极发展沿海核电站，稳步推进内陆核电站建设。考虑到核电站 3-4 年的建设工期，我们认为公司核电项目运营最早要到 2016 年后，且由于审批权归属发改委，存在较大风险。
- **估值合理体现公司基本面，下调至“观望”。**公司未来几年面临分流、新运营路产折旧摊销和利息不在资本化对业绩的冲击，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.54、0.57 和 0.59 元，对应动态市盈率为 10.49、9.98 和 9.53 倍。较低的估值合理体现了未来几年公司基本面的负面影响，我们下调公司评级至“观望”。

公司盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1276	1390	1477	1639	营业收入	3252	3678	4149	4724
现金	677	603	612	620	营业成本	1348	1692	1971	2362
应收账款	218	209	246	282	营业税金及附加	123	134	151	173
其它应收款	124	109	127	149	营业费用	5	8	8	9
预付账款	137	174	216	251	管理费用	171	179	207	236
存货	120	294	276	337	财务费用	160	176	242	288
其他	0	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	13435	15656	19011	20699	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	112	110	111	111	投资净收益	8	0	0	0
固定资产	10502	12181	13806	15405	营业利润	1449	1490	1570	1656
无形资产	125	118	110	103	营业外收入	223	244	237	237
其他	2696	3248	4984	5081	营业外支出	39	41	37	39
资产总计	14711	17046	20488	22339	利润总额	1632	1693	1770	1854
流动负债	3666	5903	8056	8770	所得税	297	326	333	350
短期借款	39	3005	4996	5395	净利润	1335	1367	1437	1504
应付账款	726	728	872	1073	少数股东损益	107	109	115	120
其他	2901	2170	2188	2302	归属母公司净利润	1229	1258	1322	1384
非流动负债	1685	649	856	859	EBITDA	1995	2044	2257	2456
长期借款	0	600	800	800	EPS (元)	0.53	0.54	0.57	0.59
其他	1685	49	56	59	主要财务比率				
负债合计	5351	6552	8911	9629	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	608	718	832	953	成长能力				
股本	2335	2335	2335	2335	营业收入	5.4%	13.1%	12.8%	13.9%
资本公积	2342	2342	2342	2342	营业利润	16.6%	2.8%	5.4%	5.5%
留存收益	4075	5099	6067	7080	归属于母公司净利润	12.1%	2.4%	5.1%	4.7%
归属母公司股东权益	8752	9776	10745	11757	获利能力				
负债和股东权益	14711	17046	20488	22339	毛利率	58.5%	54.0%	52.5%	50.0%
现金流量表					净利率	37.8%	34.2%	31.9%	29.3%
单位: 百万元					ROE	14.0%	12.9%	12.3%	11.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	17.9%	12.0%	10.5%	10.4%
经营活动现金流	1921	389	2206	2472	偿债能力				
净利润	1335	1367	1437	1504	资产负债率	36.4%	38.4%	43.5%	43.1%
折旧摊销	386	379	445	512	净负债比率	13.07%	64.72%	72.27%	70.99%
财务费用	160	176	242	288	流动比率	0.35	0.24	0.18	0.19
投资损失	-8	0	0	0	速动比率	0.32	0.19	0.15	0.15
营运资金变动	38	-1489	70	160	营运能力				
其它	10	-44	12	7	总资产周转率	0.24	0.23	0.22	0.22
投资活动现金流	-2157	-2596	-3801	-2200	应收账款周转率	16	16	17	17
资本支出	2161	3800	3800	2200	应付账款周转率	2.40	2.33	2.46	2.43
长期投资	0	-1204	0	-0	每股指标 (元)				
其他	4	-0	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.54	0.57	0.59
筹资活动现金流	393	2133	1604	-264	每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.17	0.94	1.06
短期借款	-423	2966	1991	399	每股净资产(最新摊薄)	3.75	3.57	3.86	5.03
长期借款	-200	600	200	0	估值比率				
普通股增加	1168	0	0	0	P/E	10.74	10.49	9.98	9.53
资本公积增加	-541	0	0	0	P/B	1.51	1.35	1.23	1.12
其他	389	-1432	-588	-663	EV/EBITDA	7	7	6	5
现金净增加额	157	-74	9	8					

资料来源: 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。